

纺织服装：高成本的蝼蚁

纺织服装行业 2011 年度投资策略

纺织服装零售 领先大市-A
纺织服装制造 同步大市-A

报告关键点：

- 纺织服装零售依然是成本转嫁能力最强的子行业
- 推荐2011年高成长行业和业绩拐点公司
- 推荐组合：罗莱家纺、富安娜、瑞贝卡、星期六

报告摘要：

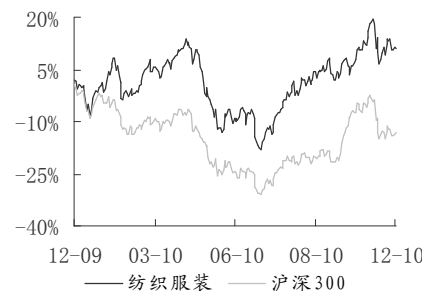
- 供需失衡催生高棉价：**2010年，全球范围内的供需失衡是推动本轮棉花价格上涨最重要的原因。2011年棉价趋势是向下的，我们预计明年5月之前，下游需求旺季和国际棉花无新增供应量的背景下，棉价在目前25000元/吨左右将获得较大支撑。随着5月份巴西新棉上市，下游需求进入淡季，棉花价格将形成趋势性下跌。但我们判断，2010年纺织服装内销将保持25%-30%的增长，略高于今年的增速；同时出口增速放缓，但仍将保持10%-15%左右的增长，因此，下游需求总体保持平稳增长。而我国棉花产量下滑的趋势在2011年10月新棉上市之前较难改善，相对于国际棉价而言，我国棉花价格应更为坚挺，棉价回落至前期14000元/吨的概率较小，棉价中枢可能系统性抬升至20000元/吨左右的水平。
- 高棉价促使企业盈利分化，纺织服装零售业成本转嫁能力最强：**高棉价将纺织服装行业带入了高成本运营时代，促使各子行业盈利分化。我们认为，纺织服装零售子行业作为消费最前端，成本转嫁能力最强，盈利能力也最强；服装辅料子行业占纺织服装总成本比重较小，受成本冲击较小，盈利能力也较强。而明年棉花价格趋势向下的背景下，棉纺、印染、服装制造等子行业收入同比趋势向下，库存调整将影响资产运营质量，公司盈利能力面临原材料波动的极大挑战，下行风险较大，其中服装制造子行业成本转嫁能力最弱。
- 纺织服装零售业明年中报或将是全年业绩高点：**2011年在高成本背景下，我们重点推荐成本转嫁能力和抗风险能力最强的纺织服装零售子行业。2011年中报或将是该行业全年业绩高点。上半年，随着提价和需求旺季，上半年终端零售和企业盈利同比快速增长，随着消费旺季过去，2季度终端消费放缓，资产周转开始变慢，上市公司业绩在中报达到高点后，下半年也将面临下滑风险。
- 给予纺织服装零售业“领先大市-A”投资评级：**高棉价使得2011年行业进入高成本运营时代，我们比较各子行业运营质量，认为下游纺织服装零售成本转嫁能力和抗风险能力最强，我们给予纺织服装零售子行业“领先大市-A”投资评级，而传统的纺织服装制造业由于成本转嫁能力较差，棉价波动带来的库存调整压力较大，我们维持纺织服装制造子行业“同步大市-A”投资评级。
- 推荐组合：罗莱家纺、富安娜、瑞贝卡、星期六：**在投资标的的选择和推荐中，我们遵循两条主线：一条是在纺织服装零售业的细分子行业中，选择行业增长较快，成本压力较小的子行业，我们看好假发时尚、户外用品、家纺三大子行业，结合2011年的估值水平，重点推荐罗莱家纺、富安娜、瑞贝卡；另一条是寻找行业增长稳健，公司业绩存在拐点的公司，重点推荐星期六。

报告日期

2010-12-16

首选股票	目标价	评级
002291 星期六	30.0	买入-A
002293 罗莱家纺	90.0	买入-A
002327 富安娜	48.0	增持-A
600439 瑞贝卡	18.0	买入-B

12 个月行业表现



研究员

赵梅玲

行业分析师

021-68765110
证书编号

zhaoml@essence.com.cn
S1450209090278

前期研究成果

纺织服装：回归品牌	2010-06-08
纺织服装：复苏开始	2009-12-16
纺织服装：静待出口回暖	2009-06-16

1. 2011 年投资策略——战胜高成本

2010 年快速上涨的棉花价格将纺织服装行业带入了高成本运营时代，我们认为 2011 年纺织服装行业最重要的投资思路是战胜高成本。

我们通过考察全行业上下游各子行业的盈利能力和运营质量，系统性地推荐成本转嫁能力和抗风险能力最强的纺织服装零售子行业，给予“领先大市-A”投资评级，而传统的纺织服装制造业由于成本转嫁能力较差，棉价波动带来的库存调整压力较大，我们维持纺织服装制造子行业“同步大市-A”投资评级。

在投资标的的选择和推荐中，我们遵循两条主线：一条是在纺织服装零售业的细分子行业中，选择行业增长较快，成本压力较小的子行业，我们看好假发时尚、户外用品、家纺三大子行业，结合 2011 年的估值水平，重点推荐罗莱家纺、富安娜、瑞贝卡；另一条是寻找行业增长稳健，公司业绩存在拐点的公司，重点推荐星期六。

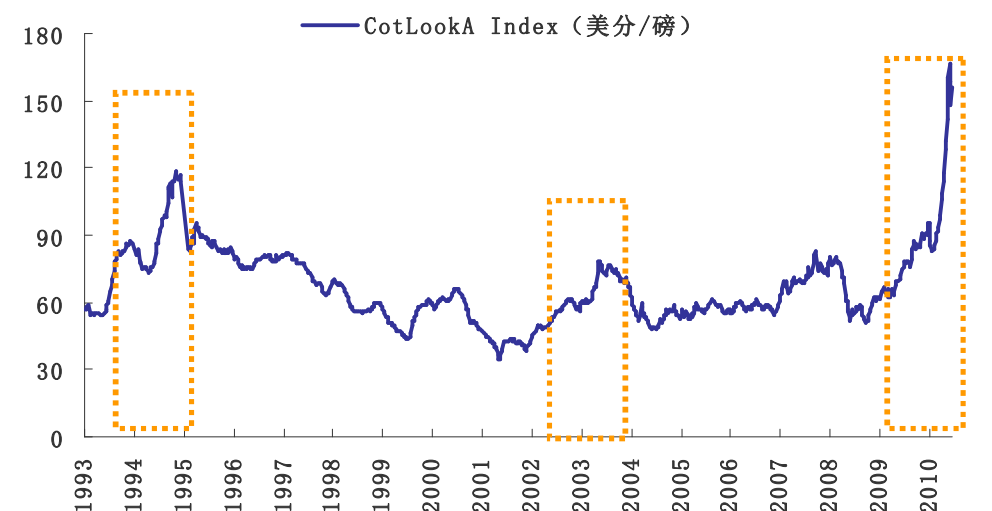
2. 供需失衡催生高棉价

2010 年，高棉价成为影响纺织服装行业最重要的因素。我们认为，全球范围内的供需失衡是推动本轮棉花价格上涨最重要的原因。2011 年 5 月之前，全球棉花无新增供应量，而下游依然处于消费旺季，目前棉花价格将获得有利支撑；随着明年 5 月份巴西新棉上市，同时下游消费步入淡季，下半年消费需求的放缓，棉价将开始下跌，而社会库存的释放将加速下跌过程，但在全球流动性宽松的背景下，棉价回落至前期 14000 元/吨的概率较小，棉价中枢可能系统性抬升至 20000 元/吨左右的水平。

2.1. 全球棉花供需失衡

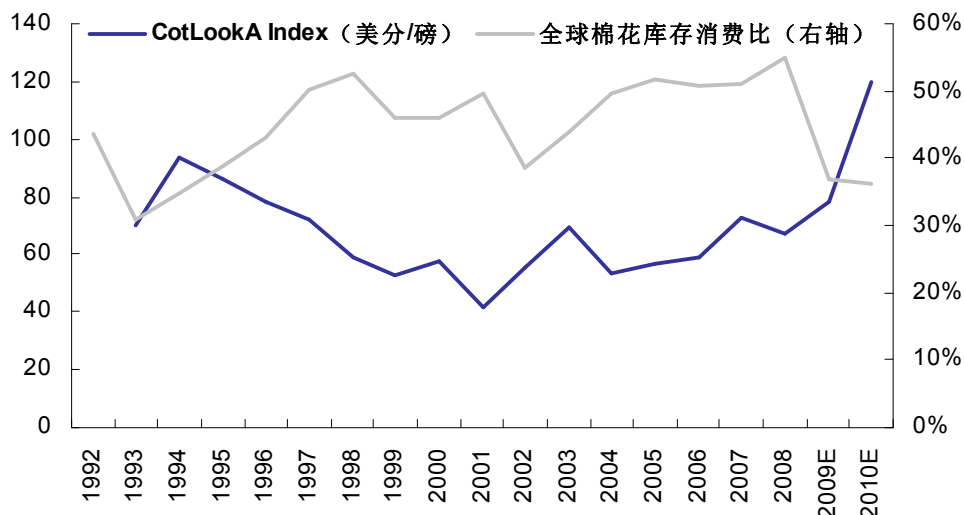
本轮全球棉花价格的上涨始于 2009 年 1 季度，CotLookA Index 由 52.8 美分/磅的低点历时 1 年，到 2010 年 1 季度时恢复至前期 80 美分/磅的均值。进入 9 月下游需求旺季，棉价加速上涨，截至 12 月 3 日，CotLookA Index 为 155.75 美分/磅，年初至今上涨了 102.01%；从本轮低点计算，则已经上涨了 194.98%。棉价快速上涨成为 2010 年影响纺织服装行业最重要的因素。

图 1：全球棉花现货价格



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 2：全球棉花库存消费比



数据来源：USDA, Bloomberg, 安信证券研究中心

注：我们对上图中 CotLookA index 进行了处理，取当年的 8 月至第二年的 7 月的周度数据的均值代表当年的棉花现货价格，以与库存消费比的计算周期相匹配。

我们认为，本轮棉价快速上涨的主要原因是全球棉花供需失衡。

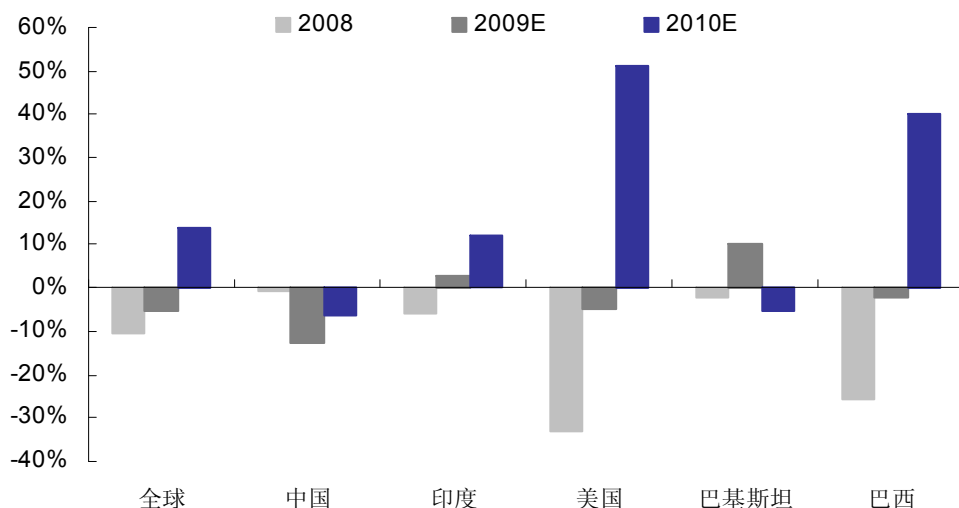
从供给面来看，由于经济效益下降，以及气候异常、自然灾害等因素，全球主要产棉国如中国、印度、美国、巴西等在 2008/2009 年度种植面积持续减少，同时单产也有所下降，导致全球棉花产量同比大幅下降 10.68%；尽管 2009/2010 年度印度、巴基斯坦等棉花主产区得以恢复，但中国、美国、巴西产量持续减少，导致全球棉花产量依然处于 5.78% 的负增长。2010-2011 年度，随着印度、美国、巴西棉花丰收，美国农业部预计全球棉花产量同比将增加 13.73%。

从需求看，随着金融危机影响变小，全球棉花需求在 2009/2010 年度快速恢复，根据美国农业部的预计，全球棉花需求量同比增长 7.76%；而 2010/2011 年度，全球棉花需求将保持稳定。

由此，我们可以看到，在 2009/2010 年度，全球棉花产量与消费量增速差扩大至 -13.14%，为 2002 年以来供需缺口最大的年度，最终引发了本轮棉花价格的快速上涨。考察 1994/1995 年度，2002/2003 年度，全球棉花产量与消费量增速差处于高位时，无一例外地触发了棉花价格的快速上涨。

随着 2010/2011 年度新棉上市，本次供需失衡的局面将在 2010/2011 年度改善，而在 2011 年 5 月之前，全球棉花无新增供应量，而下游依然处于消费旺季，目前棉花价格将获得有利支撑；随着明年 5 月份巴西新棉上市，同时下游消费步入淡季，下半年消费需求的放缓，棉价将开始下跌，而社会库存的释放将加速下跌过程，但在全球流动性宽松的背景下，棉价回落至前期平台（80 美分/磅）的概率较小，棉价中枢可能面临系统性抬升。

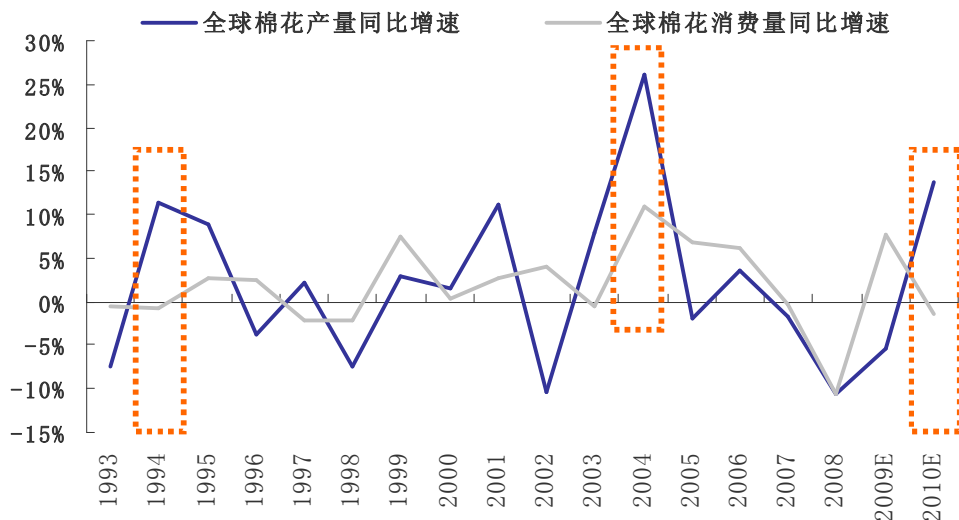
图 3: 全球主要产棉国棉花产量同比增速



数据来源: USDA, Bloomberg, 安信证券研究中心

注: 图中引用棉花相关数据皆为棉花统计年度数据(当年8月-第二年7月), 不同于传统的会计年度(当年1月-12月)数据, 下同。

图 4: 全球棉花产量和消费量



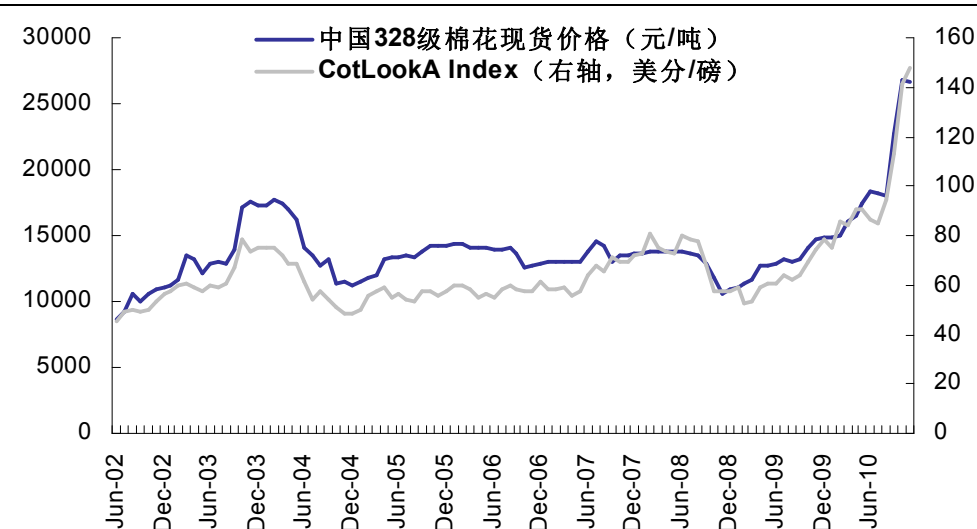
数据来源: USDA, Bloomberg, 安信证券研究中心

2.2. 我国棉花产量恢复较慢, 棉价更为坚挺

我国棉花供需失衡也是我国棉花价格快速上涨的主要原因。与国际棉花供需相比, 我们认为, 我国棉花产量恢复更为缓慢, 而同期内销将保持稳定增长, 2011 年出口增速放缓是大概率事件, 但也将快于全球需求的增长, 因此, 尽管受全球棉价影响, 我们认为我国棉花价格将于明年 5 月份开始往下走, 相对于国际棉价而言, 我国棉花价格应更为坚挺, 棉价回落至前期 14000 元/吨的概率较小, 棉价中枢可能系统性抬升至 20000 元/吨。

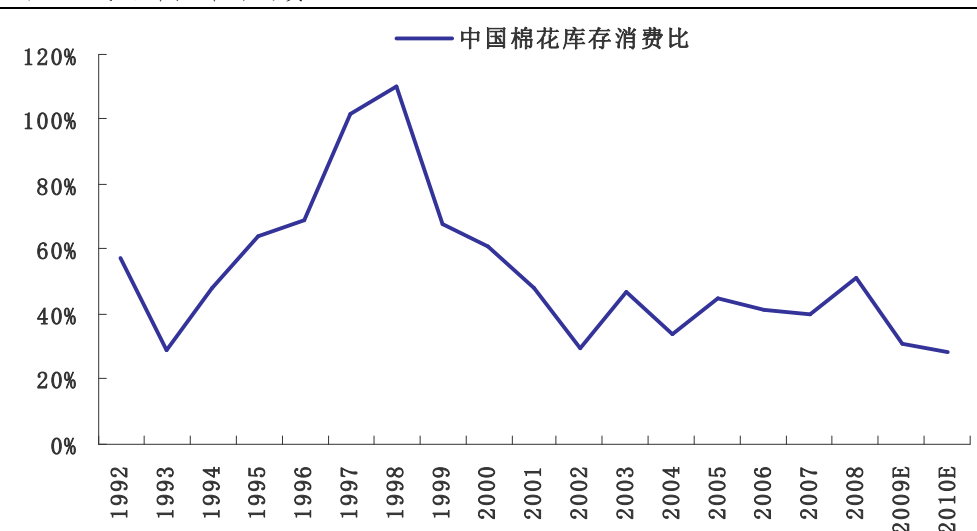
棉花作为大宗商品, 接受全球定价, 因此我国棉花价格与国际价格基本同步。截至 2010 年 12 月 3 日, 国内 328 级棉花现货价格由年初的 14860 元/吨上涨至目前的 26351 元/吨, 涨幅达到 77.33%, 同时棉花库存消费比快速下降, 由 2008/2009 年度的 50.84% 快速下降至 2009/2010 年度的 30.50%。

图 5: 我国棉花现货价格



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

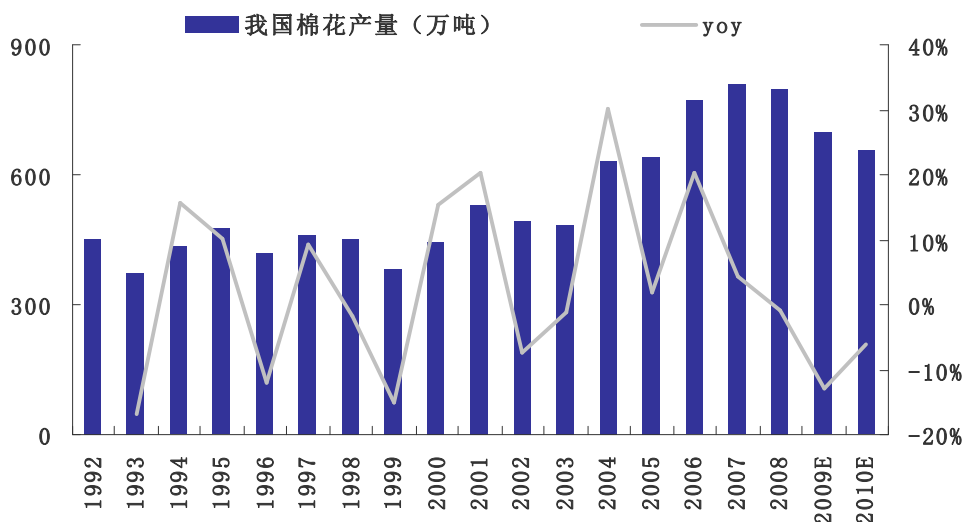
图 6: 我国棉花库存消费比



数据来源: USDA, Bloomberg, 安信证券研究中心

从供给层面看,我国棉花产量恢复更为缓慢。我国棉花产量于2007/2008年度创历史高点805.58万吨后,2008/2009年度、2009/2010年度同比加速下滑了0.81%和12.81%。由于自然灾害等因素,新疆、山东等国内棉花主产区在2010/2011年度棉花采摘和新棉播种延后,将影响该年度棉花产量,根据美国农业部的数据,2010/2011年,我国棉花产量仍将下降6.25%,我们预计产量将于2011/2012年开始恢复。

图 7：我国棉花产量



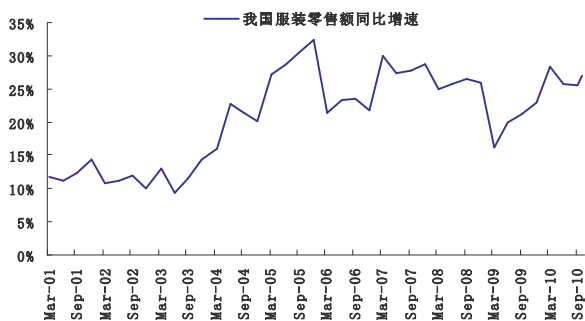
数据来源：USDA, Bloomberg, 安信证券研究中心

从下游需求看，我们认为，2011 年，内销仍将稳定增长，出口增速放缓。在居民收入提升和终端提价的背景下，明年上半年我国服装零售额保持快速增长，下半年由于基数和需求下滑，增速可能放缓，预计全年将保持 25%-30% 的增长。2010 年，由于价格提升，美国、日本等国内服装零售额同比恢复较为明显，直接带动我国纺织服装出口额 1-10 月累计同比增长 22.89%，我们预计今年全年出口增速保持在 20% 以上。明年出口市场需求保持稳定，在今年高基数的影响下，预计出口增速将放缓至 10% 左右的水平。

整体而言，我们认为我国棉花明年需求与今年基本持平，而我国棉花产量的下滑在 2011 年 10 月新棉上市之前较难改善，预计棉花需求存在 350-400 吨的缺口，需要依靠进口来弥补缺口，而我国主要的棉花进口国美国、印度等于 2010/2011 年度棉花获得丰收，进口将有效改善国内棉花供需失衡的状况。

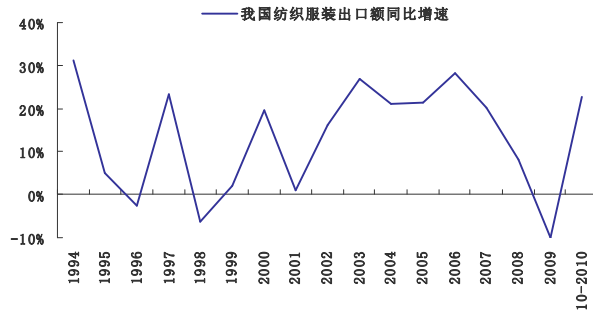
因此，尽管受全球棉价影响，我们认为我国棉花价格将于明年 5 月份开始往下走，相对于国际棉价而言，我国棉花价格应更为坚挺，棉价回落至前期 14000 元/吨的概率较小，棉价中枢可能系统性抬升至 20000 元/吨。

图 8：我国服装零售额同比增速



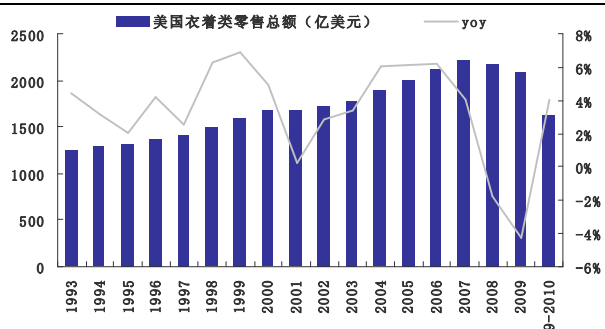
数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 9：我国纺织服装出口同比增速



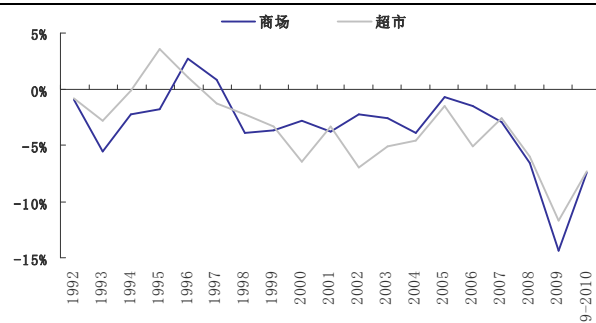
数据来源：CEIC, 安信证券研究中心

图 10: 美国衣着类零售额同比增速



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

图 11: 日本服装零售额同比增速



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

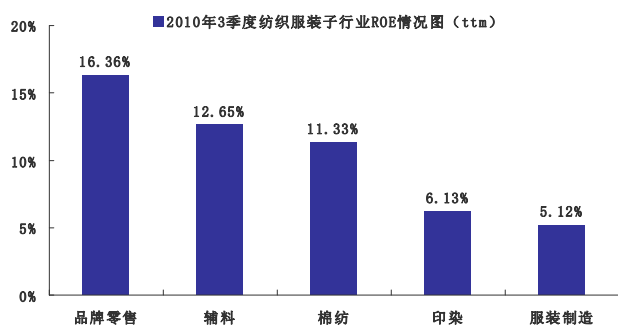
3. 高棉价促使企业盈利分化, 纺织服装零售业成本转嫁能力最强

通过上述分析, 我们认为, 2011 年棉价趋势是向下的, 我们预计明年 5 月之前, 下游需求旺季和国际棉花无新增供应量短缺的背景下, 棉价在目前 25000 元/吨左右将获得较大支撑。随着 5 月份巴西新棉上市, 需求进入淡季, 棉花价格将形成趋势性下跌。但我们判断, 2010 年纺织服装内销将保持 25%-30% 的增长, 略高于今年的增速; 同时出口增速放缓, 但仍将保持 10%-15% 左右的增长, 因此, 下游需求总体保持平稳增长。而我国棉花产量下滑的趋势在 2011 年 10 月新棉上市之前较难改善, 相对于国际棉价而言, 我国棉花价格应更为坚挺, 棉价回落至前期 14000 元/吨的概率较小, 棉价中枢可能系统性抬升至 20000 元/吨左右的水平。

高棉价将纺织服装行业带入了高成本运营时代, 促使各子行业盈利分化。我们认为, 纺织服装零售子行业作为消费最前端, 成本转嫁能力最强, 盈利能力也最强; 服装辅料子行业占纺织服装总成本比重较小, 受成本冲击较小, 盈利能力也较强。而明年棉花价格趋势向下的背景下, 棉纺、印染、服装制造等子行业收入同比趋势向下, 库存调整将影响资产运营质量, 公司盈利能力面临原材料波动的极大挑战, 下行风险较大, 其中服装制造子行业成本转嫁能力最弱。

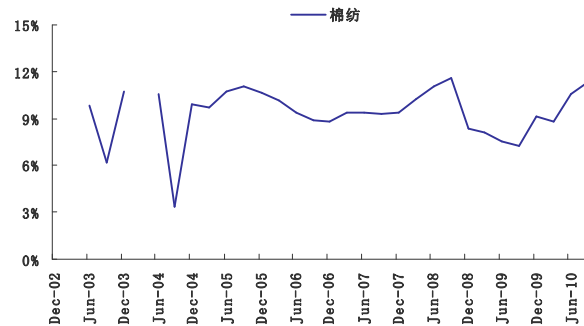
由此, 综观纺织服装全行业, 我们重点推荐成本转嫁能力最强的纺织服装零售子行业。

图 12: 2010 年三季度各子行业 ROE



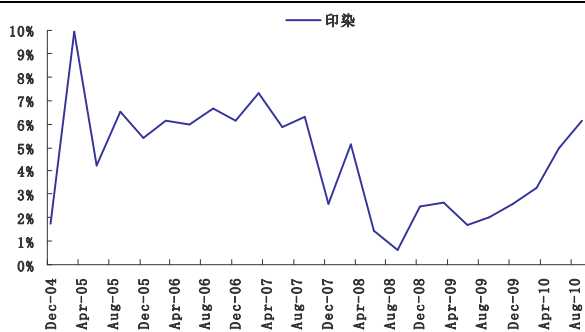
数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

图 13: 我国棉纺上市公司 ROE



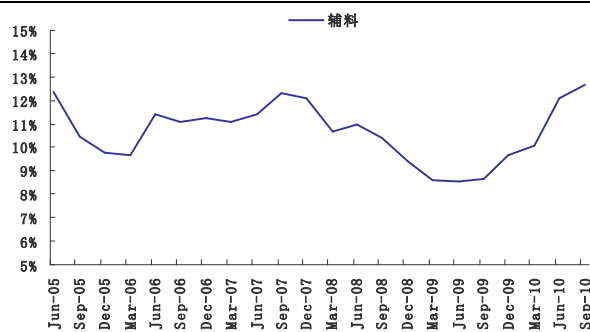
数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

图 14：我国印染上市公司 ROE



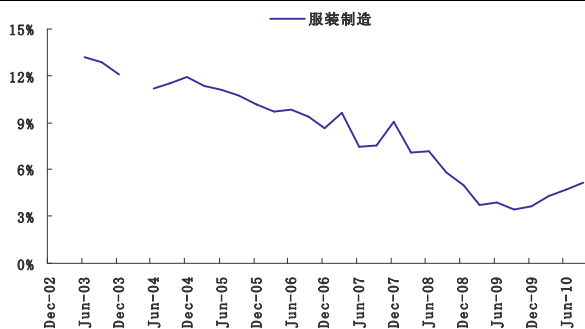
数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

图 15：我国辅料上市公司 ROE



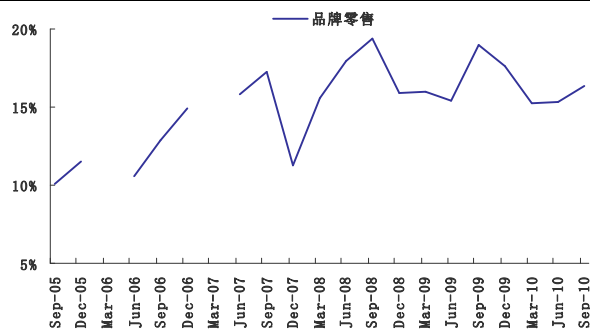
数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

图 16：我国服装制造上市公司 ROE



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

图 17：我国纺织服装零售上市公司 ROE



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

4. 纺织服装零售业明年中报或将是全年业绩高点

我们认为，2011 年在高成本背景下，下游纺织服装零售是纺织服装行业成本转嫁能力和抗风险能力最强的子行业。该行业全年业绩前高后低，中报或将是全年业绩高点。上半年，随着提价和需求旺季，终端零售和企业盈利同比快速增长，随着消费旺季过去，2 季度终端消费可能放缓，资产周转开始变慢，上市公司业绩自中报达到高点后，下半年增速将放缓。

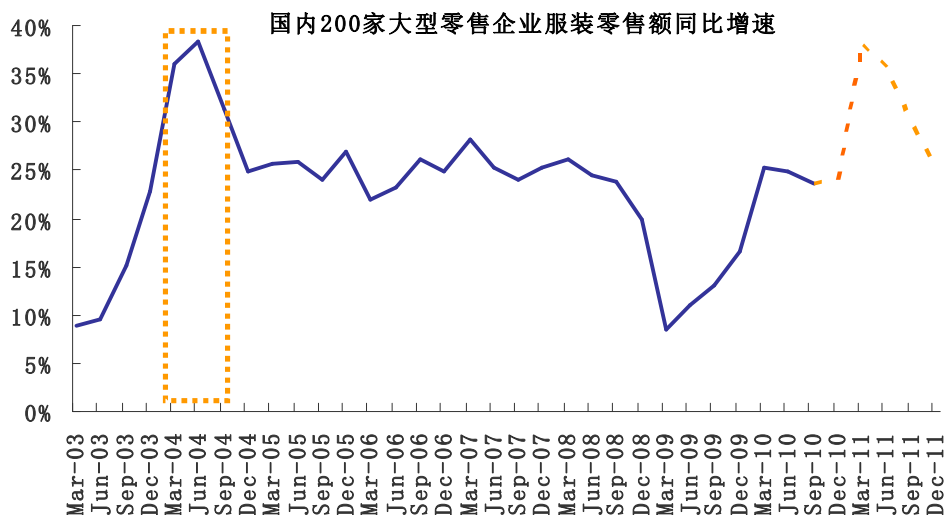
4.1. 国内纺织服装零售快速恢复

经历 2008 年 4 季度由金融危机带来的冲击后，国内品牌服装零售额同比增速由 2009 年 3 月份的 8.45% 快速恢复至 2010 年 3 月份的 25.36%。由于终端价格传导一般滞后半年左右，我们认为，2010 年 9 月份以来棉花价格的快速上涨将在 2011 年春夏装终端价格中集中体现，而 1 季度是传统的销售旺季，因此，明年 1 季度终端销售将呈现量价齐升的局面。

相对于食品饮料、医疗保健等生活必需消费品而言，纺织服装属于可选消费品，需求对价格的敏感性相对较高，随着 CPI 高企以及高基数的影响，我们预计纺织服装终端零售增速从明年 2 季度开始逐季放缓，但预计全年将保持 25%-30% 左右的增长。

从上市公司报表上，我们预计纺织服装零售业上市公司 2011 年春夏装终端零售价普遍将提价 10% 以上，转嫁棉花等原材料成本的上升，同时终端销售旺季将促使上市公司上半年营业收入同比快速增长，中报可能十分靓丽。

图 18: 我国大型零售企业服装零售额同比增速



数据来源: CEIC, 安信证券研究中心

表 1: 主要纺织服装零售公司近 1 年营业收入同比增速

公司名称	2009	1Q2010	1H2010	3Q2010	3 季报(+/-)
瑞贝卡	17.58%	27.48%	17.18%	20.34%	11.90%
七匹狼	20.24%	18.29%	10.67%	8.37%	-19.25%
报喜鸟	16.41%	15.08%	19.43%	26.44%	-0.17%
美邦服饰	16.63%	30.20%	39.49%	57.54%	49.65%
星期六	14.43%	31.31%	18.03%	24.90%	13.64%
罗莱家纺	26.88%	40.81%	62.38%	58.26%	43.88%
探路者	38.46%	30.99%	34.15%	42.15%	5.91%
富安娜	16.31%	39.30%	40.25%	33.61%	22.06%
梦洁家纺	1.51%	32.15%	34.12%	29.64%	
凯撒股份	20.02%	1.59%	11.84%	17.33%	
希努尔	-4.31%			27.39%	

数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

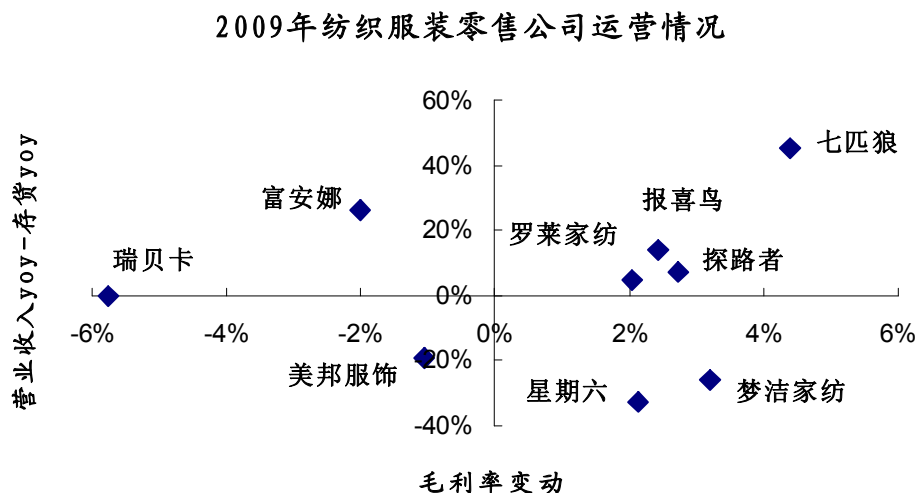
4.2. 上市公司总体运营质量不断改善, 资产周转速度下降

对比主要纺织服装零售上市公司 2009 年报和 2010 年 3 季报的运营质量, 我们认为在国内消费快速恢复和品牌提升的背景下, 上市公司总体运营质量持续改善。大部分公司的毛利率和净利率水平不断提升, 其中服装类上市公司 (报喜鸟、美邦服饰) 整体盈利水平提升较快。

但从资产周转的角度, 值得我们关注的是, 上市公司的资产周转速度出现明显的分化, 服装类 (七匹狼、报喜鸟、美邦服饰、凯撒股份)、女鞋类 (星期六) 上市公司的应收账款占总资产比重不断提升, 我们猜测这些上市公司的终端竞争压力加大, 加盟商的租金、人工等成本快速提升, 使得加盟商的资金周转变慢, 上市公司为扶持加盟商发展, 放宽加盟商的回款账期, 使得上市公司应收款项周转率明显变慢。然而, 家纺类 (罗莱家纺、富安娜)、户外用品 (探路者) 行业的上市公司应收款项占比与去年同期相比变化不大, 说明这些快速成长的行业, 竞争压力较小, 经营商的运营业绩较好。

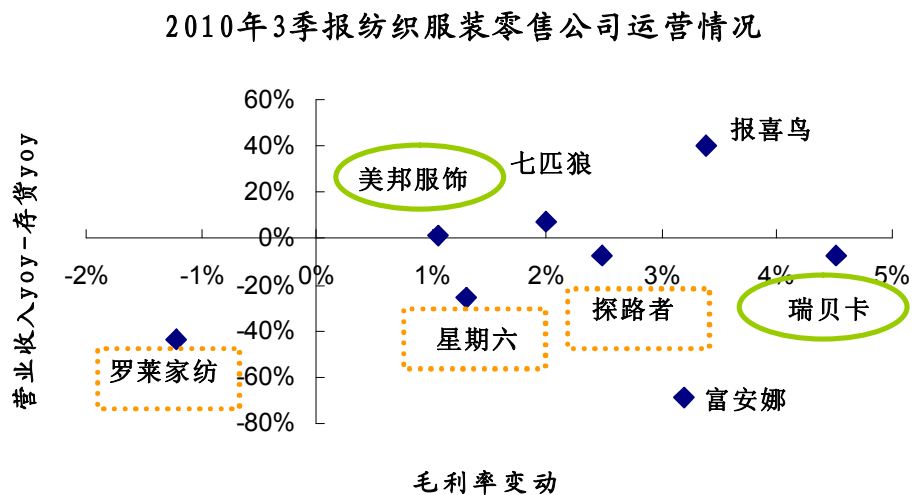
我们预计 2 季度服装零售终端增速逐步放缓, 经销商库存压力增大, 上市公司回款压力也将增大, 资产周转速度有可能进一步下滑, 我们将密切跟踪。

图 19：2009 年报纺织服装零售公司运营情况



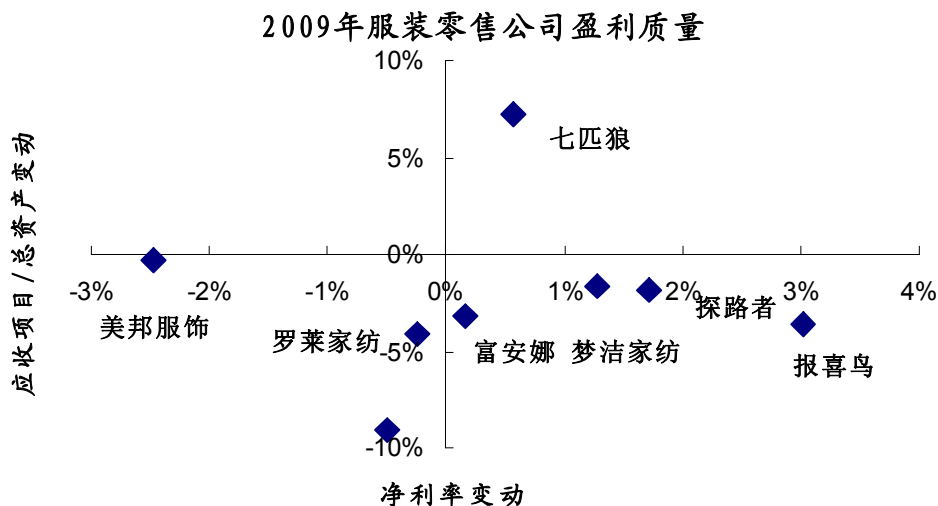
数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

图 20：2010 年 3 季报纺织服装零售公司运营情况



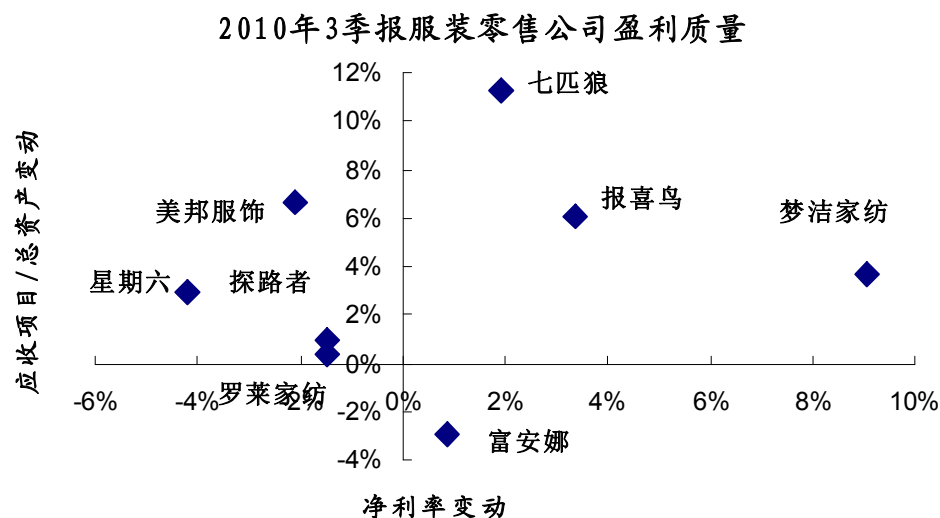
数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

图 21：2009 年报纺织服装零售公司盈利质量



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

图 22：2010 年 3 季报纺织服装零售公司盈利质量



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

表 2：主要纺织服装零售公司近 1 年应收款项/总资产的比重

公司名称	2009	1Q2010	1H2010	3Q2010	2010 年 3 季报增减(+/-)
七匹狼	14.50%	22.55%	18.48%	25.46%	11.24%
报喜鸟	6.15%	8.36%	9.24%	16.25%	6.03%
凯撒股份	12.13%	11.49%	5.37%	6.89%	6.89%
美邦服饰	8.78%	2.02%	2.31%	11.46%	6.67%
星期六	13.87%	12.46%	12.98%	14.48%	2.91%
梦洁家纺	4.93%	5.30%	3.09%	3.66%	3.66%
罗莱家纺	4.44%	3.44%	3.47%	4.52%	0.39%
探路者	0.96%	1.40%	1.47%	1.64%	0.99%
富安娜	1.73%	1.81%	1.08%	1.58%	-2.90%

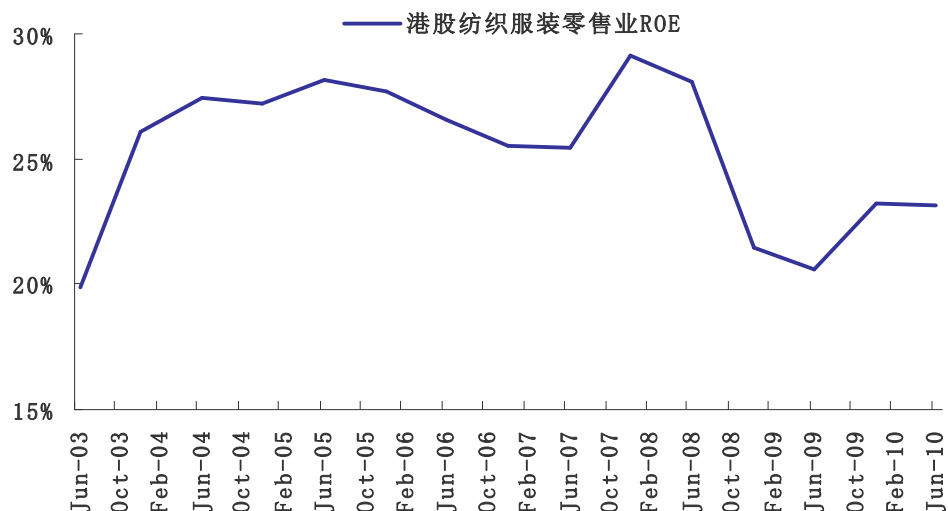
数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

4.3. 纺织服装零售业盈利能力稳步恢复，明年中报或将是业绩高点

伴随着 2009 年 1 季度，国内纺织服装零售的快速恢复，纺织服装零售子行业的 ROE 逐季快速恢复，但尚未恢复到 2008 年的高点。

我们预计 2011 年全年纺织服装零售上市公司业绩或呈现前高后低的走势，明年中报或将是全年业绩高点。主要是由于上半年春夏装上市公司终端价格普遍提升 10% 以上，在转嫁棉价上涨的同时，大部分上市公司的毛利率仍将进一步提升，此外，1 季度终端尚处于消费旺季，资产周转应处于全年最快的阶段，企业 ROE 水平仍将保持较快提升，预计中报同比业绩将十分靓丽。随着 2 季度终端消费放缓，经销商库存压力加大，一方面影响经销商 2011 年秋冬订货会订货额，另一方面，上市公司要进一步延长加盟商的账期，帮助经销商减少库存压力，因此，我们认为下半年上市公司的收入增长和资金周转速度都将放缓，整体的 ROE 水平也将下滑。

图 23: 港股纺织服装零售公司 ROE 情况图



数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

注: 由于 A 股纺织服装零售公司标的较少, 且多为 2008 年后上市的公司, 样本太小, 因此我们选择销售区域在国内的港股同类公司作为 ROE 的参考, 我们相信在趋势上是一致的。

表 3: A 股主要纺织服装零售公司近 1 年 ROE 情况

公司名称	2009	1Q2010	1H2010	3Q2010	2010 年 3 季报同比增减 (+/-)
七匹狼	14.21%	14.90%	14.90%	15.64%	2.32%
报喜鸟	15.71%	16.09%	16.54%	18.69%	-5.88%
美邦服饰	19.67%	14.71%	14.47%	21.31%	1.32%

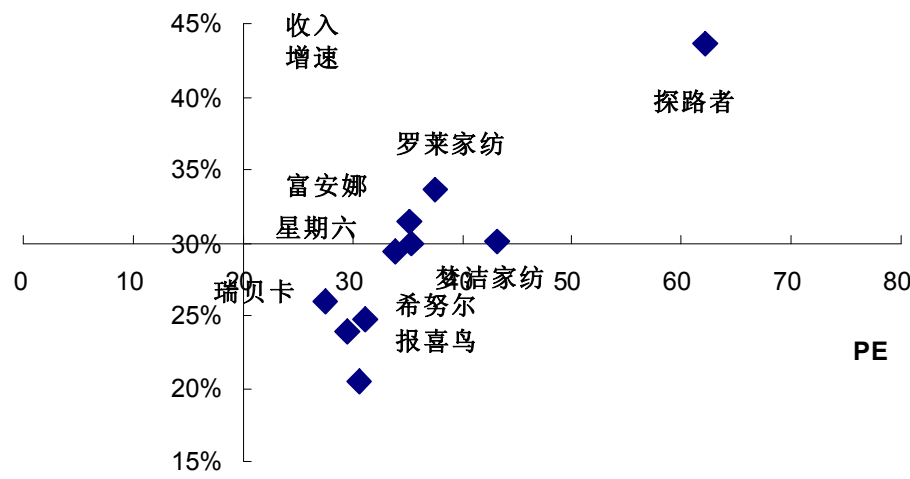
数据来源: WIND 资讯, 安信证券研究中心

5. 给予纺织服装零售业“领先大市-A”投资评级

我们认为, 2010 年全球棉花供需失衡是导致棉花价格的快速上涨的主要原因, 高棉价使得 2011 年行业进入高成本运营时代, 我们比较各子行业运营质量, 认为下游纺织服装零售成本转嫁能力和抗风险能力最强, 我们给予纺织服装零售子行业“领先大市-A”投资评级, 而传统的纺织服装制造业由于成本转嫁能力较差, 棉价波动带来的库存调整压力较大, 我们维持纺织服装制造子行业“同步大市-A”投资评级。

在投资标的的选择和推荐中, 我们遵循两条主线: 一条是在纺织服装零售业的细分子行业中, 选择行业增长较快, 成本压力较小的子行业, 我们看好假发时尚、户外用品、家纺三大子行业, 结合 2011 年的估值水平, 重点推荐罗莱家纺、富安娜、瑞贝卡; 另一条是寻找行业增长稳健, 公司业绩存在拐点的公司, 重点推荐星期六。

图 24：主要纺织服装零售公司 2011 年估值情况



数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

作者简介

赵梅玲，武汉大学经济学硕士，2007年7月加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人		
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn		
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034